

ゼロ金利政策下でのマネーフロー拡大の可能性--企業の過剰債務、銀行貸出行動と金融政策の効果

著者	益田 安良
著者別名	Masuda Yasuyoshi
雑誌名	経済論集
巻	29
号	1
ページ	63-82
発行年	2003-12
URL	http://id.nii.ac.jp/1060/00005365/

ゼロ金利政策下でのマネーフロー拡大の可能性*

—企業の過剰債務、銀行貸出行動と金融政策の効果—

益 田 安 良

- 【目次】 1. はじめに
- 2. 90年代以降のマネーフローの動向
 - 3. 銀行経由の資金供給ルートの分析（ベースマネーとマネーサプライの分断）
 - 4. 産業界の過剰債務と資金需要・供給
 - 5. 銀行の財務状況・不良債権と資金供給
 - (1) 銀行の資産構成（国債保有増）
 - (2) 自己資本比率規制、利鞘と貸出態度の関係
 - (3) 不良債権と貸出態度の関係
 - 6. 今後のマネーフロー拡大の可能性（政策の妥当性と効力）
 - (1) 日本銀行の更なる資金供給
 - (2) 中小企業向け貸出の促進
 - (3) 産業の過剰債務是正

1. はじめに

日本経済の停滞が始まって12年が経過した。この間、幾度となく大規模な拡張財政政策が発動され、金融政策も長期にわたって緩和が続けられてきた。2003年半ばには景気は幾分持ち直したが、日本経済は未だ本格的な成長軌道に戻れないでいる。こうした中、一層の量的金融緩和、さらには中央銀行によるインフレ率ターゲットの設定を求める論者は多く、しばしばこれらが政策論議の遡上に上る。

本稿では、金融政策に焦点を当て、これが何故、経済を刺激するに至らないかを考察する。とくに日本銀行による資金供給がマネーサプライの増加をもたらす経路を詳細に検討し、これが何故分断されているのかを探る。さらに、企業の過剰債務と銀行の融資行動との関連を考察し、銀行経由

* 本論文は、日本経済政策学会・第60回全国大会（2003年5月24－25日）における報告、及び提出論文に加筆修正したものである。

のマネーフロー拡大の可能性を検討する。

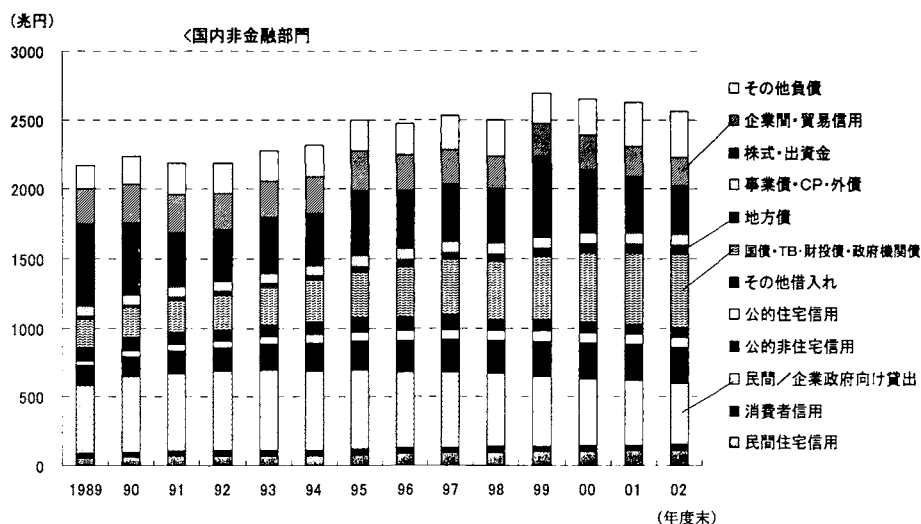
こうした検討結果を踏まえ、金融政策によって日本経済を成長軌道に戻す為に必要な条件を明らかにしたい。

2. 90年代以降のマネーフローの動向

まず、日本のマネーフローにどのような変化が生じているかを検討する。資金循環勘定により国内非金融部門の負債残高をみると、1990年代の日本経済のマネーフローに、以下の3つの変化が生じていたことが指摘できる。

第1に、国内非金融部門の負債残高は1999年度までは緩やかながら拡大基調を示したが、2000年度以降は3年連続で減少している（図1）。

図1 国内非金融部門の負債残高（形態別内訳）



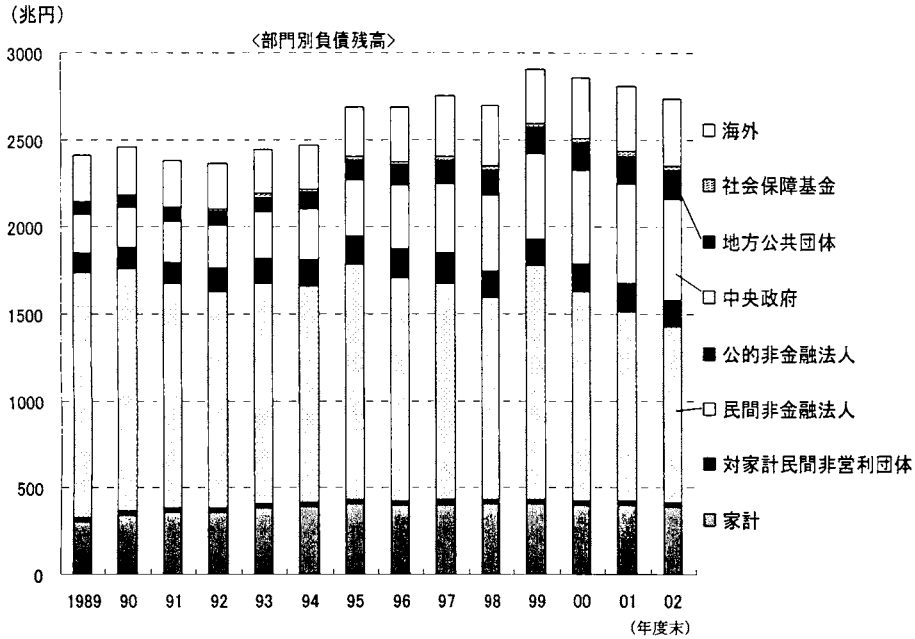
(注) 2002年度末は2002年9月末の数値。

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」(http://www.boj.or.jp/stat/stat_f.htm) により筆者作成。

第2に、国内非金融部門負債の内訳を形態別に見ると、民間金融機関による（企業・政府向け）貸出が93年度をピークに2002年度までの9年間で24%も減少している（図1）。一方で、国債、T B、財投債、政府機関債といった中央政府（及び政府機関）部門発行の債券はこの9年間に92%、地方債は128%も拡大している。国民資産が、安全資産に大幅にシフトしていることが伺える。

第3に、部門別の負債残高を見ると、民間非金融法人の負債が99年度から2000年度半ばまでの2年半に25%も減少している（図2）。一方で、この間に、中央政府の負債は18%も増加している。

図2 非金融部門の部門別負債残高



(注) 2002年度末は2002年9月末の数値。

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」(http://www.boj.or.jp/stat/stat_f.htm) により筆者作成。

元来、マネーフローは金融緩和期に拡大し、引き締め期に縮小する。日本の金融政策は、89年から90年にかけて引き締められた後、1991年7月から緩和に転じ、それ以降ほぼ一貫して緩和政策が続けられてきた¹。こうした政策の動きとマネーフローとの関係を見ると、99年度までの金利引下げ局面では、理論どおり金融緩和がマネーフロー拡大をもたらしてきた。しかし、99年初頭に実質ゼロ金利に至った後は、量的な金融緩和が模索される中で、マネーフローは拡大が止まり減少に転じている。Krugman が早くから指摘した通り、99年頃から日本経済は流動性の罠に陥っているとみられる (Krugman [1998])。そして、近年のマネーフロー縮小は、主に民間企業の負債の減少によってもたらされていることが特筆される。

3. 銀行経由の資金供給ルートの分析 (ベースマネーとマネーサプライの分断)

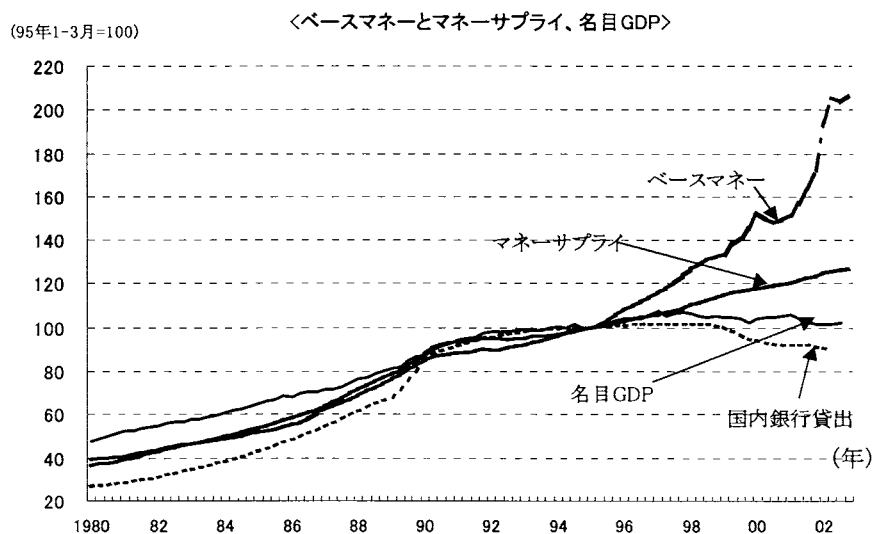
次に、日本銀行の資金供給と上記のマネーフロー²との関係を検討する。

¹ ただし、日本銀行は2000年8月にゼロ金利を一時的に解除し (無担保コール翌日物金利の目標水準を0%から0.25%に修正し)、2001年3月に再びゼロ金利政策に戻った。この約半年間は金融超緩和政策は一時休止状態であった。

² 図1、図2でみたマネーフロー (資金循環勘定) における国内非金融部門の負債 (資産) 合計は、広義のマネーサプライ (広義流動性) と同様の概念である。

マネーサプライ（ $M2 + CD$ ）とベースマネー³との関係を見ると、1995年頃までは両者は連動しながら推移しているが、95年頃から大きく乖離していることがわかる（図3）。すなわち、ベースマネーが95年以降の8年間に約2倍以上に拡大する中で、マネーサプライ（ $M2 + CD$ ）は27%しか拡大していない。ちなみにこの間、名目GDPはわずか2%しか拡大していない。通常であれば、日本銀行が銀行市場にベースマネーを供給すれば、これに信用乗数を乗じた分マネーサプライが拡大する⁴。さらに、貨幣数量説に基づけばマネー増加に流通速度を乗じた分、名目GDPが拡大するはずである。しかし、90年代の日本においては上記の基本的な関係が崩れている。マネーサプライと名目GDPの関係についてはもう少し長期にわたって観察する必要があるが、ベースマネーとマネーサプライとは、理論的な関係が完全に崩れていると見てよからう⁵。

図3 マネー関連指標の推移（95年1－3月＝100）



（注）マネーサプライ： $M2 + CD$ 、貸出：国内銀行貸出残高、いずれも平残。

（資料）日本銀行「マネーサプライ統計」（http://www.boj.or.jp/stat/stat_f.htm）、内閣府「国民経済計算」（<http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/menu.html>）により筆者作成。

では、何故ベースマネーの増加がマネーサプライ増加につながらないのか。それが本稿の最重要テーマである。まず概観として、近年のマネタリーサーヴェイ（マネーサプライの信用面の対応）を見ると、金融機関による民間部門への貸出が一貫してマイナス（マネーサプライ減少要因）とし

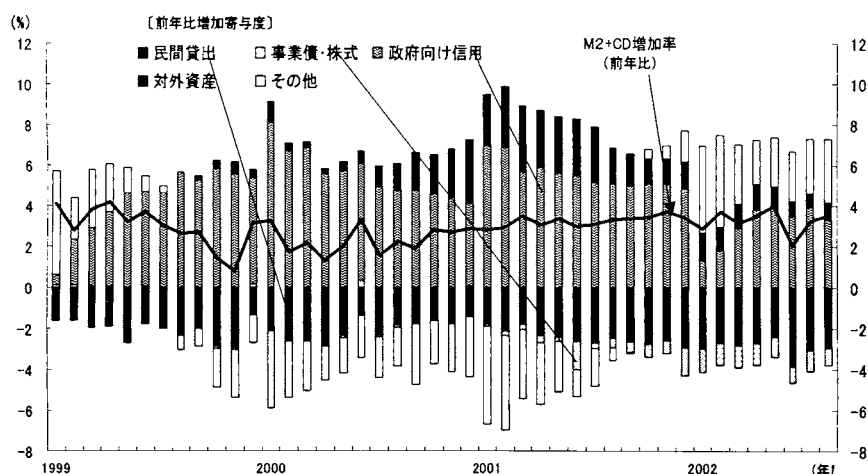
³ マネタリーベース、ハイパワードマネーと同義。

⁴ ここでは単純化のため、現金の流出を考慮していない。

⁵ マネーサプライと名目GDPとの関係には数年のラグがあると考えられることができるが、ベースマネーとマネーサプライの関係は、銀行の信用創造を通じたものであり、その間に1年以上の長期のラグがあるとは考えにくい。

で働いていることがわかる（図4）。金融機関による事業債・株式の保有もわずかながらマネーサプライ減少要因となっている。一方で、金融機関による政府向け信用（国債保有等）は一貫してマネーサプライ増加要因として寄与している。ここから、マネーサプライ増加を阻んでいるのは、金融機関による貸出減少であることが確認できる。

図4 M2 + CD前年比増加率における信用面の寄与度



（注）M2 + CD末残の前年同期比増加率に対する各信用の寄与度。その他は各信用の寄与度合計との差。

（資料）日本銀行「マネタリー・サーヴェイ」（http://www.boj.or.jp/stat/stat_f.htm）により筆者作成。

さらに国内銀行の貸出先の内訳を見ると、96年以降の貸出減少の主因が企業向け貸出の減少にある事がわかる。この間、地方公共団体向け貸出や個人向け貸出はむしろ増加している（表1）。さらに貸出先の業種別内訳を見ると、運輸・通信業向けを除き、製造業向け、非製造業向けともに大きく減少している。とりわけ、サービス業の中の物品賃貸業（リース業他）、建設業、卸・小売業向け貸出の減少が顕著である。

表1 国内銀行の貸出残高（貸付先・業種別内訳、95年＝100）

年	総貸出	製造業	建設業	運輸通信	卸小売業	不動産業	サービス業	金融業	地公団体	個人	中小企業
1977	26.56	63.11	26.18	27.30	42.80	14.23	9.91	5.02	17.30	16.81	
78	29.08	64.49	28.44	29.19	46.08	16.08	11.84	6.60	22.16	20.21	
79	31.51	65.73	29.71	30.97	49.70	17.42	13.90	8.46	22.21	23.30	
80	33.72	69.30	31.07	32.87	52.66	18.34	15.46	10.35	23.34	25.04	
81	36.79	74.51	33.65	36.86	55.91	20.22	17.82	13.25	26.34	26.77	
82	40.39	79.11	36.81	40.89	60.28	23.00	21.30	19.44	27.11	28.25	
83	44.21	82.30	41.06	44.99	64.10	26.55	25.79	27.37	29.14	29.47	
84	48.65	86.08	45.82	48.86	68.83	30.53	31.15	37.80	30.75	31.07	
85	53.07	88.68	50.30	52.86	71.75	36.88	37.19	51.81	33.68	33.53	
86	57.71	87.67	53.75	56.95	73.10	48.22	43.93	64.91	36.11	37.87	
87	63.08	83.95	55.99	61.49	74.93	58.43	52.59	77.12	35.35	46.18	
88	68.20	81.91	59.03	67.30	77.30	65.17	61.24	88.89	32.81	55.20	
89	74.70	81.41	62.67	71.90	80.51	74.32	70.46	99.38	31.64	66.77	
90	80.00	82.50	66.05	77.78	84.20	78.03	79.74	107.00	32.47	76.46	
91	82.37	83.15	70.51	83.57	83.61	80.85	84.57	105.45	37.91	81.51	
92	83.75	82.92	76.07	86.17	81.25	85.20	87.43	99.67	47.78	83.44	
93	99.91	104.93	96.14	95.95	103.28	96.03	99.88	106.92	67.75	96.93	99.42
94	99.52	102.70	99.04	95.99	101.89	98.00	99.26	100.13	83.69	96.15	99.18
95	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
96	99.77	96.07	98.10	105.93	97.90	101.71	99.85	97.44	108.11	105.42	98.88
97	99.20	92.46	98.10	108.56	95.99	104.06	97.74	92.75	120.34	108.50	96.94
98	97.85	92.17	97.76	104.85	93.99	104.42	94.04	88.19	136.00	110.55	92.77
99	96.87	96.37	96.45	104.36	94.08	102.30	88.61	83.02	135.33	111.94	87.82
00	93.29	92.71	91.33	108.62	89.34	96.38	83.45	72.81	134.07	113.55	89.43
01	89.39	88.17	83.49	106.03	82.91	91.22	78.01	66.77	138.71	116.28	83.31
02	85.22	81.90	74.86	105.35	75.95	86.17	72.74	61.87	146.07	118.44	76.48
変化率(96～)	-14.8%	-18.1%	-25.1%	5.3%	-24.1%	-13.8%	-27.3%	-38.1%	46.1%	18.4%	-23.5%
直近残高	432	61	23	20	60	53	56	11	9	100	201

(注) 1. 各四半期末残高の平均。 2. 直近残高は2002年9月末（兆円）

(資料) 日本銀行「貸出先別貸出金統計」(http://www.boj.or.jp/stat/stat_f.htm) により筆者作成。

4. 産業界の過剰債務と資金需要・供給

では、銀行の企業向け貸出は何故縮小したのであろうか。銀行の企業向け貸出残高の伸び悩み、あるいは減少の要因は、「(a)企業の資金需要減退（資金需要要因）」「(b)銀行の貸出態度厳格化（資金供給要因）」の2つの側面に分解できる。

「(a)資金需要減退」の背景には、1991年度以来の経済成長率鈍化とこれに伴う設備投資意欲の減退、あるいはその結果としての資金不足の縮小・資金余剰の拡大⁶といった様々な要因があったと考えられる。また、バブル崩壊や低成長に伴い企業のバランスシートが毀損し、企業自らが債務

⁶ 国民経済計算（93SNA）によれば非金融法人企業の資金過不足（貯蓄投資差額）は、90年代に資金不足が縮小し、98年以降大幅な資金余剰に転じている。

返済を優先し始め、これが新規資金需要の減少をもたらすといった側面もあった。

片や、「(b)資金供給側（銀行側）の貸出態度厳格化」の要因としては、企業の財務状況の悪化、銀行の貸倒れリスク認識の高まり、B I S 規制⁷や早期是正措置等の達成の為の資産圧縮、といったものが考え得る。

これらの諸要因は、複合的に作用して銀行貸出の抑制をもたらしたと考えられ、いずれが強く働いたかを特定することは容易でない。しかし、貸出金利が一貫して低下し、短期のインターバンク金利とのスプレッドも縮小気味で推移してきたことを考えると、貸出（借入れ）残高の減少は、どちらかというと資金需要、すなわち資金調達者である非金融企業側に原因があると推察される。

企業の財務状況の悪化が銀行貸出（企業の借入れ）の減少をもたらすルートには、企業の資金需要の増減による「直接ルート」と、銀行の融資態度厳格化という要素を媒介する「間接ルート」がある。そこで、この「①企業の債務負担」「②銀行の貸出態度」と「③銀行貸出残高」の三系列について、業種別のクロス・セクション・データ分析を1981～85年度と1999～2002年度の二時点において行った結果が図5である。

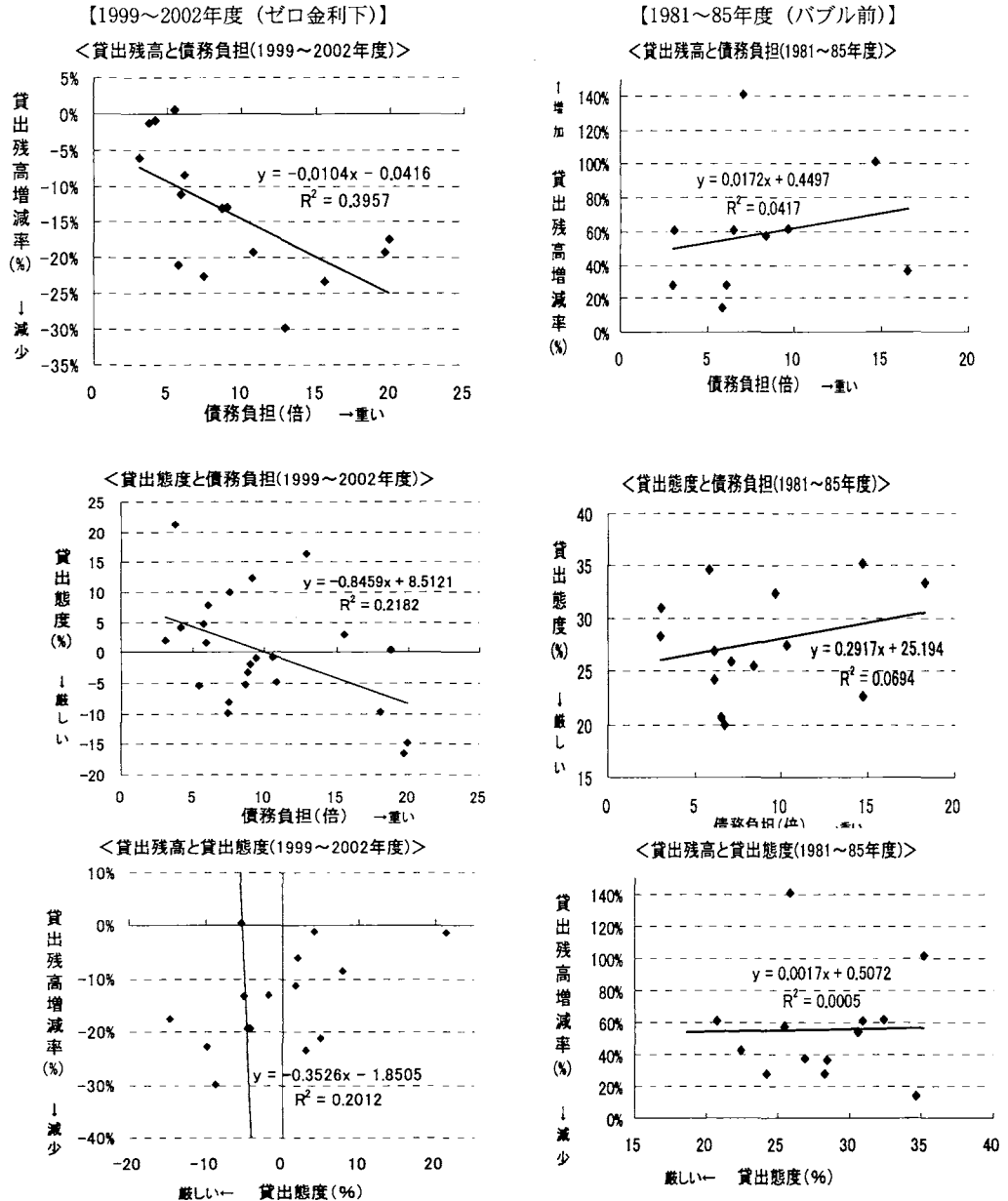
まず、1981～85年度のバブル前の時期（図5右側）においては、三要素のいずれについても有意な関係が見られない。この当時は、企業の債務負担に対する銀行の認識、及び企業自体の認識が現在よりも低く、債務負担の大小によって融資態度や資金需要が影響を受けにくかったためであろう。これは、銀行の融資において、企業の財務状況と共に担保価値の多寡や企業の成長性が、現在よりも重視されていたことと符合している。

次に、1999～2002年度について見ると（図5左側）、「①債務負担」と「③貸出残高」、「①債務負担」と「②貸出態度」との間には相応の（逆）相関が見出せるが、「②貸出態度」と「③貸出残高」の間には有意な関係が見出せない⁸。これらを総括すると図6のとおりである。すなわち①企業の債務負担は、②銀行の貸出態度を悪化させたが、これが③貸出の抑制をもたらしたかどうかは判然としない。むしろ、①企業の債務負担増加が、企業の資金需要を減退させ、そうした直接ルートで③貸出残高が減少した可能性が高い。一般には銀行貸出の伸び悩みは、銀行の融資態度の悪化、すなわち「貸し渋り」「貸しはがし」によって説明されることが多いが、その原因はむしろ債務者である事業法人側にある可能性が高い。

⁷ バーゼル銀行監督委員会（B I Sに事務局を置く）における先進主要国の国際協定。国際活動を行う銀行に8%以上の自己資本比率を求めるもの。

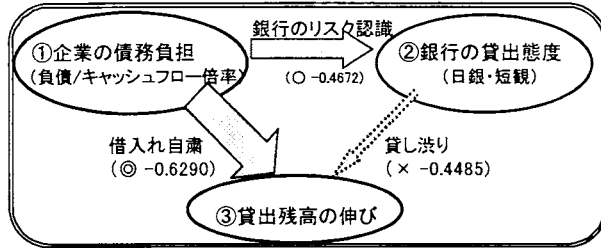
⁸ ①②、①③の間の符号条件は有意だが、②③の間の符号条件は有意でない。

図5 貸出残高・貸出態度・企業債務負担の相関（業種別クロスセクション分析）



（資料）日本銀行「貸出先別貸出金統計」「短観」(http://www.boj.or.jp/stat/stat_f.htm)、財務省（財務総合研究所）「法人企業統計調査」(<http://www.mof.go.jp/lc002.htm>) により筆者作成。

図6 企業の債務負担、貸出態度、貸出の伸びの相互関係



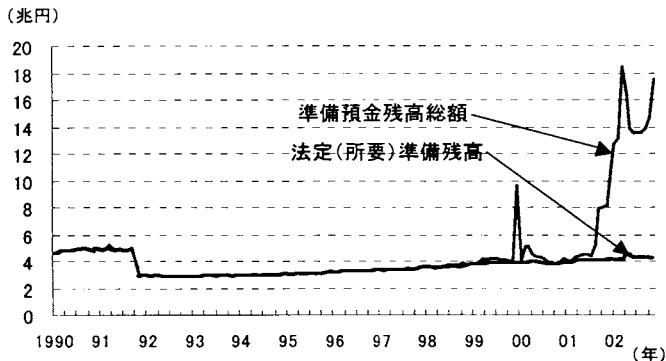
(注) 1. () 内は1999～2002年度における産業別クロスデータによる相関係数 (×は符号不適合)
2. 図5のデータにより筆者作成。

5. 銀行の財務状況・不良債権と資金供給

(1) 銀行の資産構成 (国債保有増)

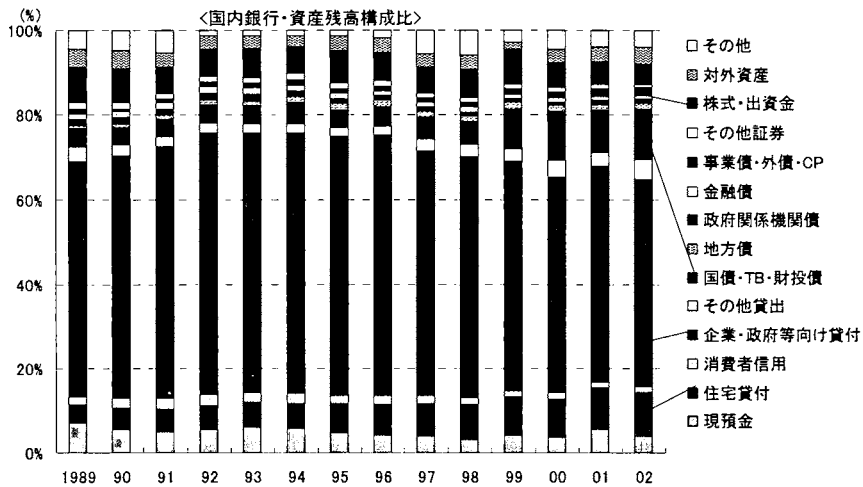
次に、銀行の財務状況と貸出との関係を考察する。前述の通り、90年代の金融緩和期を通じて、日本銀行は潤沢にベースマネーを供給してきた。とくに99年初からのゼロ金利移行後は大量に資金を銀行市場に供給し (前掲、図3)、今や市中銀行は巨額の余剰準備 (= 過剰準備 = 準備預金残高 - 所要準備残高) を有している (図7)。しかし、この間貸出残高はむしろ減少している (図3)。銀行の資産構成の推移を見ると、98年頃から企業・政府向け貸付が減少し、その分国債・T B・財投債の保有が増加している (図8)。また近年は住宅貸付が少しずつ増加している。銀行がリスクの高い資産を、低リスク資産へ、あるいは収益性の高い資産へシフトしてきたことが伺える。

図7 国内銀行の日銀準備預金残高 (平残)



(注) 1. 各月末の平残。
2. 準備預金残高総額 = 法定 (所要) 準備残高 + 余剰準備残高
(資料) 日本銀行「準備預金統計」 (http://www.boj.or.jp/stat/stat_f.htm)
により筆者作成。

図8 国内銀行の金融資産残高の内訳



- (注) 1. 2002年度末は2002年9月末の数値。
 2. 国内銀行は預金取扱金融機関のうち、在日外銀、農林水産金融機関、中小企業金融機関、郵便貯金を除いたもの。
 (資料) 日本銀行「資金循環勘定」(http://www.boj.or.jp/stat/stat_f.htm) により筆者作成。

こうした動きの背景には、B I S規制におけるリスク・アセット計上におけるリスクウェイトの構成がある。現行のB I S規制において、国債はリスクウェイト0%、企業向け債権はその信用度に係わらずウェイト100%、住宅貸付はウェイト50%である。国際活動を行う邦銀の自己資本比率はB I S規制が求める8%以上の水準を維持してきたが、巨額の不良債権を抱えていた為、不良債権の償却スピードを速めると自己資本不足に転ずる懸念を常に抱えてきた。とくに98年4月からは、金融機関経営に対する「早期是正措置」が正式に導入され、自己資本比率の低下は経営の自由度喪失に直結する仕組みとなった。こうした中、邦銀の多くはリスクウェイトの高い企業向け貸出を抑制し、リスクウェイトの低い国債に資産をシフトする行動をとり出したのである。

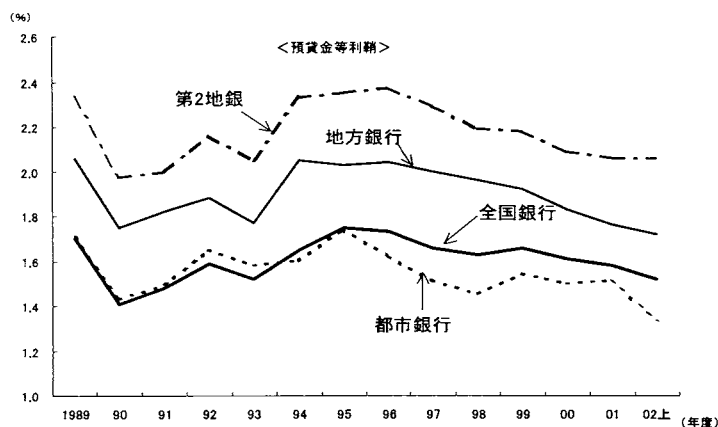
(2) 自己資本比率規制、利鞘と貸出態度の関係

もちろん、リスクの高い企業向け貸出を増加させても、十分に高い利鞘を確保できていれば、自己資本比率は低下しない。例えば、株主が銀行に求めるR O E（株主資本利益率）が20%という状況下で、自己資本比率を8%以上に保つには、R O A（資産利益率）、すなわち貸出利鞘率を1.6%（8%×20%）以上に保たねばならない計算となる。さらに、貸出のデフォルト率を考慮すると、この1.6%に相応のリスクプレミアムを上乗せした水準以上に貸出金利を設定する必要がある⁹。前

⁹ これはあくまで概念上の計算例である。実際には、B I S規制上の自己資本、資産額は財務会計基準に基づくものと定義が異なる。この為、一般に用いられるR O Aや自己資本比率について上記の関係は必ずしも成り立たない。

述のとおり、近年、銀行が住宅ローンを拡大しているが、これは銀行が少しでも高い収益を生む分野に資産をシフトさせようとする行動の現れである¹⁰。

図9 邦銀の預貸金等利鞘



(注) 資金運用利回り (含む市場性資金) - 資金調達原価率 (含む市場性資金、除く経費) = 総資金利鞘 + 経費率。

(資料) 全国銀行協会連合会『全国銀行財務諸表分析』(各年版)により筆者作成。

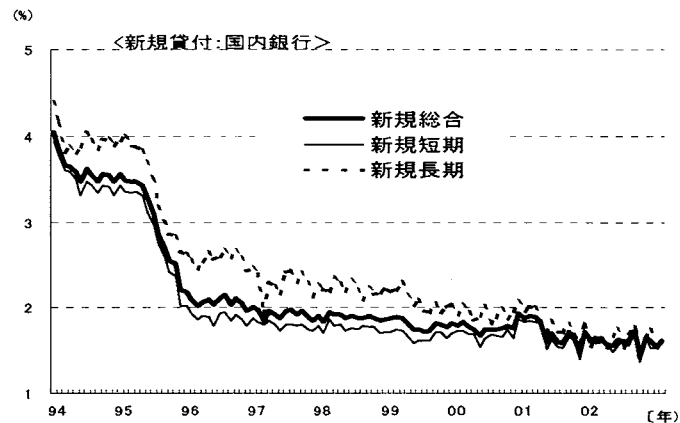
では、現実の銀行の利鞘は、どの程度であろうか。図9は、銀行業態別の利鞘率の推移である。全国銀行では、利鞘率は1.5%程度にとどまっており、今なお低下傾向にある。この1.5%から経費率を差し引いた総資金利鞘率は0.36% (2002年度前期) に留まっており、ここからデフォルト率を差し引くと、利鞘はマイナスとなっている。2002年以降、大手銀行や地方銀行の多くが、貸出利鞘拡大を図る方針を発表しているが、実際の貸出金利には既存の貸出 (ストックベース) はもとより、新規貸出においても顕著な上昇は見られない (図10)¹¹。

こうした状況では、貸出を増やせば増やすほど自己資本比率は低下することになり、企業 (借り手) の財務状況の如何にかかわらず貸出は抑制されてしまうことになる。

¹⁰ ただし、近年の民間金融機関による住宅ローン増加には、2007年3月末までに予定されている住宅金融公庫の廃止 (独立行政法人化) を前に、民間銀行が住宅ローン市場でのシェア拡大を狙っているという特殊要因が作用している。

¹¹ また、金利水準と信用リスクの多寡 (格付け) との関にも、未だに明確な因果関係が形成されていない (宮内篤 [2002])。すなわちクレジット・イールド・カーブがきちんと形成されておらず、これが邦銀の利鞘拡大を阻んでいる。

図10 銀行の貸出約定平均金利



(資料) 日本銀行「貸出約定平均金利」(http://www.boj.or.jp/stat/stat_f.htm)
により筆者作成。

(3) 不良債権と貸出態度の関係

一般に、「不良債権の存在が、銀行貸出増加を阻む要因となっている」「銀行貸出を拡大するには、不良債権を削減しなければいけない」といった認識が示されることが多い。しかしこの因果関係については、もう少し慎重に考えるべきであろう。

「既存の不良債権」は、これに対して適切な引当金が積み立てられている限り、銀行の与信行動には何ら影響を与えない。この場合、論理的には不良債権の存在自体が銀行の融資活動の抑制要因として働くとは考えられない。しかし、仮に不良債権の引当率が充分でない場合、銀行にとって不良債権は将来の負担に直結するため、不良債権の存在自体が貸出を抑制する効果をもつ。

2002年以降、金融庁の特別検査や金融再生プログラムを経て、銀行の不良債権に対する引当率は概ね適正化しつつあると推察される。そうであれば、既存の不良債権の存在は、貸出行動に影響しないはずである。同時に、不良債権を直接処理してもしなくても、それだけで貸出が増強されることも期待できない。

ただし、不良債権問題の深刻化により、新規融資に対する銀行のリスク認識が「過大」となっている可能性はある。90年代を通じて不良債権が拡大し、これが銀行の経営基盤を圧迫し、銀行は新規貸出を行う際に、これが不良債権に転ずるリスクを必要以上に強く認識するようになった。もちろん、そうした中でもリスクに対応した相応の利鞘を確保できれば、積極的に貸出を拡大できるが、前述の通り邦銀の利鞘は過小である。また、経済状況の悪化が進み、貸出のリスクを正當に判断すること自体が困難になったことも、新規貸出抑制の原因となっている可能性がある。すなわち、本来はさほど信用リスクが高くない債務者に対しても、銀行が過剰なリスクを認識している可能性が

ある。ただし後者の状況は、銀行の不良債権を原因とする貸出抑制ではなく、むしろ経済低迷による貸出抑制と言うべき現象であろう。

6. 今後のマネーフロー拡大の可能性（政策の妥当性と効力）

以上みたとおり、日本のマネーフロー拡大を阻む要因は多様である。第1に、低成長下での企業の資金需要減退、第2に、企業の債務負担増大による借入れ需要の減退、第3に、自己資本比率規制を背景とする銀行のリスク認識の向上、第4に、根本的な問題としての銀行の低利鞘、といった原因が挙げられる。

では、こうした状況を打開し、日本におけるマネーフローを再び拡大するにはどうすべきなのか。今日考える打開策、及び多くの論者が指摘するマネー拡大策について、以下それぞれ検討する。

(1) 日本銀行の更なる資金供給

多くの論者が、日本銀行がより多くの資産を買い入れることによって、マネーフローを拡大することが可能であると主張する。2002年以来、「インフレ率ターゲティング」を求める声が高まった。このインフレ率ターゲティング論は、「日本銀行がプラスのインフレ率の目標を掲げることで、個人や企業の物価上昇期待を高めよう」とする考え方だが、これを唱える論者は、暗黙のうちに「日本銀行がより多くの資産を購入すれば、マネーサプライを拡大することが出来る」ということを前提としている¹²。

しかし、筆者は眼下の経済情勢を考えると、日本銀行が伝統的な手法でいくらマネーを増やそうとしても、そのマネー供給能力は限られていると考える。

日本銀行のマネーサプライ拡大策として考えられる策は、以下の3つに類型できよう。第1は、従来のマネー供給ルートである市中銀行への資金供給を通じて、ベースマネーをさらに積み上げる策である。第2は、国債を市中銀行から購入するのではなく、直接引受ける策である。第3は、従来日本銀行が保有してこなかったリスク資産を購入する策である。

まず、第1の、(従来と同様の方式で)市中銀行へのベースマネー供給をさらに拡大する策が、もはやならん効果を持たない事は自明であろう。この策は、具体的には日本銀行が市中銀行からより多くの国債を購入する形態(国債買いオペ)であるが、これだけでは市中銀行の資産が国債から日銀当座預金(準備預金)にふりかわるだけでありマネーは銀行市場に滞留することになる(図11①)。前述のとおり、ベースマネーは毎年20%近くの伸びを示しているが、これが銀行の貸出増加

¹² インフレ率ターゲティング論を唱える論者の中には、「必ずしもマネーの拡大を通じなくても消費者や企業の物価上昇期待を高めよう」との考えを示すものがあるが、これは論理的な根拠が希薄である。

につながらないためマネーサプライは一向に拡大しない（図3）。既に銀行が巨額の余剰準備（過剰準備）を保有する中で（図7）、ベースマネーをいくら積み増しても、国債金利を下げる効果は期待できても、マネーサプライは拡大しない。

図11 日銀の資産増加とマネー供給ルート

①国債オペ（公開市場操作）：市中銀行からの国債購入

日本銀行		市中銀行	
国債	+10	国債	-10
	準備預金 +10		準備預金 +10

②国債発行増+日銀国債保有増

日本銀行		市中銀行	
国債	+10	現金	+10
	現金 +10		預金 +10

政府		民間非金融（企業+個人）	
	国債 +10		預金 +10

③日銀の民間不良資産（低格付けCP、不良債権他）購入

日本銀行		市中銀行	
低格付けCP	+10	現金	+10
	現金 +10		預金 +10

民間非金融（企業+個人）	
預金	+10
	低格付けCP +10

第2の、日本銀行が国債を（市中銀行から購入するのではなく）直接引受ける策¹³の場合、マネーサプライは拡大しうる。ただし、それは市中銀行の国債保有が減少しない場合であり、もし日本銀行の国債保有分、銀行が国債保有を減らせば、マネーは増加しない。すなわち、拡張財政による国債発行の増加と、日本銀行の国債保有増がセットとなる場合において初めて、政府の対民間支出増（あるいは税収減）を通じてマネーが拡大し得る（図11②）。ただし、これは金融緩和の効果というよりもむしろ、拡張財政（支出増、減税）の効果と考えるべきものである。

第3の、従来日本銀行が保有してこなかったリスク資産を日本銀行が非伝統的な手段により買入れるケースにも、マネーサプライは増加し得る（図11③）。具体的には、不良債権や低格付け社債・CP、持ち合い株式などのリスク資産を日本銀行が購入するケースが考えられる。RCC（整

¹³ 資金需給の観点からは、日本銀行の国債直接引き受けと公開市場での購入との間に本質的な差異は無い。ここでは、民間銀行の国債保有の減少を伴わない日本銀行の国債保有増の形態を便宜上、「日銀の国債引受」と表現する。

レポ取引による日本銀行の国債保有ではなく、日本銀行の「国債買い切りオペ」を求める論者もいる。しかし、国債レポの残高を拡大することと買い切りとの間に、資金需給面における本質的な違いは無い。

理回収機構）や産業再生機構に対して日本銀行が信用供与し、その資金で民間銀行の不良債権を積極的に買い入れる場合にも、同様の効果が期待できる。ただし、リスク資産であっても、比較的優良なCPなどを日本銀行が購入しても、その分民間銀行の対民間信用が減少する為、マネーサプライは増えない。すなわち、マネーサプライを増やすには、「民間銀行が持ちたがらない程リスクの高い資産」を日本銀行が購入する必要がある。

しかしこの場合、日本銀行の資産が劣化し、円に対する信認、あるいは日本の金融システムに対する信認が傷つく恐れがある。その結果、インフレ、金利高騰、円レートの急落のリスクが高まるが、その程度は不明である。そうした予想のつかない、取り返しのつかないリスクを負ってまで、デフレ脱却、あるいはマネーサプライ拡大を最優先課題とするかどうかは、より上位の政策判断に委ねられることになる。

上記を総合的に判断すると、もはや日本銀行による資金供給にこれ以上期待する意義は不鮮明である。また、その弊害も看過できない。日本銀行が「デフレ懸念が払拭するまでベースマネーを潤沢に供給する」という政策を続けることは重要だが、それ以上の積極的な緩和策を日本銀行に求めるのは適切でなからう。

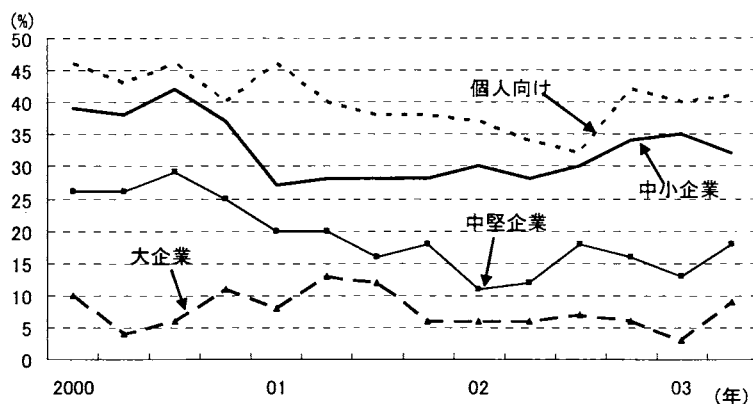
(2) 中小企業向け貸出の促進

次に検討すべきは、銀行の貸出拡大を図る策である。前述のとおり銀行貸出の低迷がマネー拡大を阻む最大の要因だが、これを是正するためには中小企業貸出の増加可能性が鍵となる。大企業・中堅企業には、資金余剰の企業が多く、また資金需要のある企業も社債、株式の発行といった直接金融ルートを活用できるため、これらの企業に対する銀行貸出の増強を図るのは困難だからである。こうした背景から、銀行は80年代以来、中小企業融資に収益源を求める傾向を強め、趨勢的に中小企業融資を拡大させてきた。

現在も中小企業には相対的に多くの借入れ需要が残っている。また、銀行の融資態度も、大・中堅企業に対してよりも中小企業に対して、一貫してより積極的である（図12）。しかし、逆に現実の中小企業向けの貸出は、大企業向けよりも顕著に減少が続けている（前掲、表1）。「貸し渋り」「貸しはがし」といった語は、主に中小企業に関して用いられるといっても過言ではない。こうした中、政府は公的資金を投入した銀行に対し、中小企業融資の増加目標を課している。しかし、一方で中小企業は大企業に比べて概して財務状況が悪く、またディスクロージャーも充分でないことが多く、銀行の与信態度は相対的に厳しくならざるを得ない。また、銀行にとっては、不良債権削減が強く求められる中、数年後に不良債権に転じる可能性が高い中小企業向け貸出に慎重になるのはやむをえない面がある。もちろん、リスクに対応した高い金利水準で融資すれば、銀行が与信の採算を採ることも可能であるが、そうした大きなプレミアムを上乗せした金利で借入れを行おうと

する中小企業は稀である。

図12 銀行の企業向け貸出の運営スタンス



(注) 構成比: 「積極化」+「やや積極化」×0.5-「慎重化」-「やや慎重化」×0.5

(資料) 日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査(ローン・サーベイ)」

(http://www.boj.or.jp/stat/stat_f.htm) により筆者作成。

こうした状況を勘案すると、民間銀行による中小企業融資を政策によって拡大しようとするのは困難である。また、中小企業融資促進策は、銀行の経営基盤、収益力を強化しようとする政策目的と真っ向から矛盾する政策でもある。

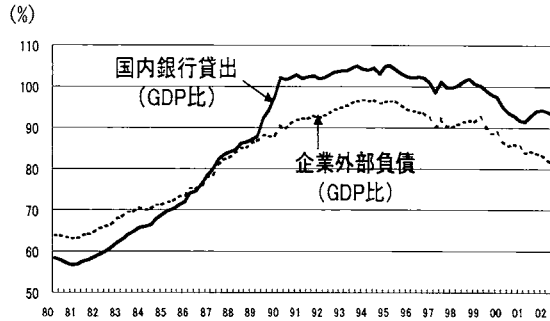
(3) 産業の過剰債務は正

これまで述べた経済や企業、銀行を取り巻く環境を総合的に勘案すると、マネーフローを拡大するには、まず「企業の既存の過剰債務」を削減するしかないと考えられる。「新規のマネーフローの発生、すなわち銀行の新規貸出や社債・CPの発行増加を阻んでいるのは、銀行の融資姿勢や既存不良債権の存在ではなく、不振企業の過剰債務自体である」と再認識することが重要である。もちろん過剰債務削減には、債権放棄や企業の破綻、事業縮小などが必要となり、その過程ではマネーフローはむしろ縮小する。しかし、ひとたび債務レベルが正常な状態に戻れば、その後は当該企業の収益力が改善し新規資金需要が生まれることが期待できる。また、銀行の与信リスクも低下し、貸出姿勢が正常に戻ることも期待できる。

国内銀行の貸出残高のGDP比をみると、98年以降減少傾向にあるとはいえ、直近時点で90%強に高止まっており、これはバブル前の84年頃よりも約25%近く高い水準である(図13)。ここから単純に類推すれば、銀行の貸出残高をあと25%程度削減しなければ、正常なマネーフローは実現しないと考えられる。とりわけ債務償還年数の増加が大きい建設業、不動産業、小売業については

(表2)、債務削減の必要性が特に高いと言えよう。

図13 銀行貸出と企業債務のGDP比の推移



(注) 企業外部負債＝民間銀行借入れ＋ＣＰ発行残高＋事業債発行残高

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」(http://www.boj.or.jp/stat/stat_f.htm)、内閣府「国民経済計算」(<http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/menu.html>)により筆者作成。

表2 債務償還年数(有利子負債／キャッシュフロー) (年・倍)

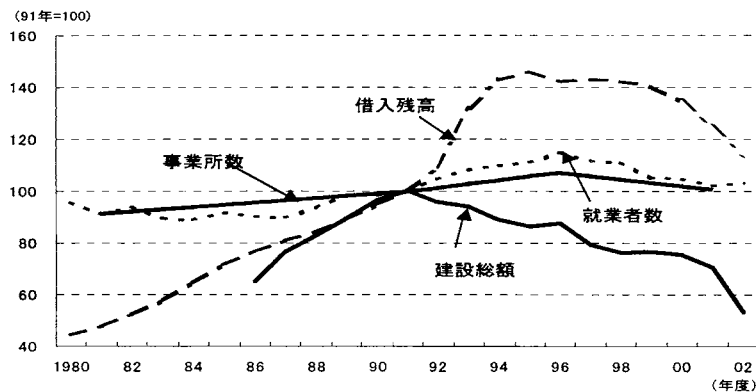
年度	1999～2001 (ゼロ金利後a)	81～85 (バブル前b)	変化 (a-b)	2001	2000	1999	1998
全産業	9.0	8.4	0.6	8.6	8.3	10.1	12.0
製造業	5.9	6.1	-0.2	6.1	5.2	6.3	7.2
食料	6.1			6.0	6.3	6.0	6.5
繊維	19.7			19.7	19.8	19.5	20.1
パルプ加工	7.6			7.6	6.7	8.4	9.0
化学	3.7	5.9	-2.2	4.0	3.5	3.7	4.8
石油石炭製品	9.2			9.8	8.2	9.5	15.4
窯業土石製品	8.8			8.7	7.8	10.0	11.7
鉄鋼	7.5	6.7	0.8	8.9	6.0	7.5	9.0
非鉄金属	9.4			11.6	6.8	9.7	10.6
金属製品	10.5			9.5	10.2	11.9	11.8
一般機械器具	8.7			8.6	7.0	10.4	10.0
電気機械	4.1	3.1	1.0	5.4	3.0	4.0	3.8
輸送用機械	3.1	3.0	0.1	2.7	3.0	3.5	3.8
非製造業	10.8	10.3	0.5	9.9	10.1	12.3	14.6
建設業	15.6	9.7	5.9	15.4	14.7	16.6	17.0
卸小売業	19.7	16.6	3.1	18.5	16.7	23.8	32.7
卸売	18.8	18.3	0.5	18.8			
小売	18.0	14.7	3.3	18.0			
不動産業	19.9	14.7	5.2	17.4	19.2	23.2	37.0
運輸通信	5.4	6.5	-1.1	5.2	5.4	5.7	6.1
電気	5.7			5.7	5.7	5.7	6.1
ガス水道	4.3			3.8	4.3	4.9	5.1
サービス業	7.4	7.1	0.3	6.3	7.1	8.8	9.2
事業所サービス	4.5	5.9	-1.4	3.5	4.7	5.4	5.3
その他サービス	12.9			12.3	11.3	15.1	17.7
(参考)大企業	5.5	6.7	-1.2	5.3	5.4	5.9	6.8
中堅企業	8.7	9.2	-0.5	8.9	7.7	9.5	11.4
中小企業	18.8	10.2	8.6	16.2	14.6	21.9	24.7

(注) キャッシュフロー＝営業利益－法人税・住民税＋減価償却

(資料) 財務省(財務総合研究所)「法人企業統計調査」(<http://www.mof.go.jp/1c002.htm>)により筆者作成。

ただしここで、付言すべきは、過剰債務は産業の供給過剰（実体経済における需給ギャップ）と裏腹の関係にあることである。すなわち、単に会計上債務を削減するだけでは供給過剰は改善されず、当該企業の収益力も本格的に改善しない。例えば、供給過剰が顕著な建設業をみると、建設工事額が91年度にピークをつけた後に47％減少する中で、就業者数、事業所数、借入残高は未だに91年の水準を上回っている（図14）。少子化による世帯数減少、産業空洞化、公共投資削減といった要素を考えると、建設需要が再び拡大トレンドに戻る公算は低い。こうした供給過剰構造の下では、優良な建設会社であっても収益があがるはずが無い。不動産業、流通業、電気機械加工業なども同様の状況にあると言えよう。

図14 建設業の需要（建設額）と供給力



- (注) 1. いずれも1991年＝100とした指数。2002年度は上期（年換算）。
 2. 建設額、借入残高はGDPデフレーターにより実質化。
 3. 借入残高は四半期末平均。就業者数は各年12月（2002年度は9月）。

(資料) 国土交通省「建設着工統計」(<http://www.mlit.go.jp/toukeijouhou/chojou/index.html>)、総務省「労働力調査」「事業所・企業統計調査」(<http://www.stat.go.jp/data/index.htm>)、日本銀行「貸出先別貸出金統計」(http://www.boj.or.jp/stat/stat_f.htm)、内閣府「国民経済計算」(<http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/menu.html>) により筆者作成。

こうした状況を捉えると、求められるのは不振企業の債務を債権放棄などによって単に帳簿上で削減することではない。むしろ、事業本体のリストラ（縮小、あるいは転換）によって産業の供給過剰自体を調整し¹⁴、需給ギャップを縮小することこそが重要なのである。

そうした観点からは、今般創設された産業再生機構の役割が重要である。同機構のもとで再生を

¹⁴ 「供給過剰の調整」は、必ずしも企業破綻や設備廃棄、人員削減等によって供給力を減らすことだけを意味するわけではない。潜在的な需要に適合していない既存の供給力を、事業転換や高付加価値化によって潜在需要にマッチさせることによって、需給ギャップ縮小は可能である。所得水準を維持しつつデフレ脱却やマネーフローの回復を図るには、後者の非縮小均衡による調整の方が好ましいことは言うまでもない。

図る企業には、再建計画において過剰債務（債務償還年数）の是正のみならず、産業の供給過剰改善に対するアクション、すなわち事業縮小や事業転換をとることが求めている。これは従来のR C C（整理回収機構）や私的整理においては無かった考え方であり、意義が高い。しかし、2003年8月に産業再生機構が発表した債権買取（支援）の対象企業4社を見る限り、業界の供給過剰は正という観点が十分に徹底されているとはいいがたい。そうした点では、産業再生機構が、今後本来の目的を果たしうるか否かが、日本の企業金融、ひいては日本経済再生のための大きな鍵を握っていると言えよう。（了）

【参考文献】

- 足立正道・大澤真 [2000], 「中堅・中小企業ファイナンス市場の現状と課題」, 『日本銀行・金融市場局ワーキングペーパーシリーズ2000-J-10』, 2000年10月.
- 翁邦雄・白川方明・白塚重典 [2000], 「ゼロ金利下の金融政策」, 『日本銀行金融研究所 Discussion Paper No.2000-J-10』, 2002年4月.
- 小林慶一郎・才田友美・関根敏隆 [2002], 「いわゆる追い貸しについて」, 『日本銀行調査統計局 Working Paper 02-2』, 2002年2月.
- 白鳥哲哉・大山剛 [2001], 「近年における邦銀の収益低迷の背景と今後の課題」, 『日本銀行考査局 Discussion Paper No.01-J-1』, 2001年11月.
- 筒井義郎編 [2000], 『金融分析の最先端』, 東洋経済新報社.
- 馬場直彦・久田高正 [2001], 「わが国金融システムの将来像」, 『日本銀行金融研究所 Discussion Paper No.2001-J-22』, 2001年7月.
- 笛田郁子 [2001], 「不良債権処理には利鞘の確保が不可欠」, 岩田規久男編『エコノミックス5』, 東洋経済新報社.
- 益田安良 [2000], 「金融政策を巡る議論を切り分ける試み」, 『国際金融』, 1038号, 外国為替貿易研究会, 2000年1月1日号.
- 益田安良 [2002a], 「金融政策はどこまで有効か」, 『経済セミナー』, 2002年1月号.
- 益田安良 [2002b], 「破壊より創造が急務」, 『週刊エコノミスト』, 2002年1月8日号.
- 益田安良 [2002c], 「貸し渋り防止は誤りである」, 『週刊エコノミスト』, 2002年11月12日号.
- 益田安良 [2003], 『反常識の日本経済再生論』, 日本評論社.
- 宮内篤 [2002], 「貸出モデルの転換に向けた制度設計のあり方」, 『日本銀行考査局ワーキングペーパーシリーズ2002-J-2』, 2002年12月.
- Bernanke, Ben and Alan Blinder [1988], "Credit, Money and Aggregate Demand" *American Economic Review Paper and Proceedings*, Vol.78, No.2, pp.435-439.

- Hoshi, Takeo and Kashyap, Anil [1999], "The Japanese Banking Crisis: Where did it come from and How will it end?" *NBER Working Paper*, No.7250.
- Krugman, Paul [1998], "Japan's Trap," <http://web.mit.edu/krugman/www/japtrap.html>, May1998.
- McCallum, Benett T. [2000], "Theoretical Analysis Regarding a Zero Lower Bound on Nominal Interest Rates," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.32, No.4, Part2, (November 2000), pp.435-439.